



ERIK PENSER BANK

Penser Future | Biotech | Sverige | 15 maj 2023

Cyxone

Kvartalet enligt förväntan

Q1 i korthet

Cyxone presenterade under föregående vecka en Q1-rapport som var i linje med våra förväntningar. Kvartalets kassaflöde från den löpande verksamheten uppgick till knappt -4,8 mkr (-10) och kassan i slutet av mars låg på drygt 22 mkr.

Studieförberedelser i full fart

I januari erhöll bolaget etiskt och regulatoriskt godkännande för att starta fas IIb-studien med rabeiximod från läkemedelsmyndigheten i Georgien. Georgien, tillsammans med Polen och Ungern, kommer att utgöra en viktig del av studien och dessa tre länder kommer att bidra med ca 65% av patientunderlaget.

Den icke-kliniska GLP-studien, rekommenderade av FDA, har genomförts under vintern och slutrapporteras nu. Data från studien tillsammans med övrig icke-klinisk information kommer att tillgängliggöras för FDAs granskning när sammanställningen är färdig. Vidare bedrevs fortsatt arbete med bolagets patentportfölj och under februari har fyra av de senaste patentansökningarna nått nationell fas. För övrigt innehöll inte rapporten några överraskningar - bolaget informerade om att fokus ligger fortsatt på den viktiga fas IIb-studien med rabeximod, men även att andra aktiviteter med T20K-projektet pågår.

Inga estimatjusteringar

Rapporten var i linje med våra förväntningar och vi ser ingen anledning att ändra våra estimat eller vår bedömning av bolaget. Efter kvartalets utgång har bolaget informerat om ett patentgodkännande från det amerikanska patentverket som omfattar skydd för saltformen av substansen rabeximod – som vi anser är årets viktigaste milstolpe hittills. Vi ser fortsatt god kostnadskontroll i bolaget i väntan på att kliniska aktiviteter ska starta men ett kapitalbehov är fortsatt aktuellt inför den viktiga kliniska fas IIb-studien.

Estimatändring			Prognos (mkr)				Bedömning						
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e						
Totala intäkter			-	-	-	Totala intäkter	6	0	0	80	Potential	4	
						Tillväxt	>100%	N.m.	N.m.	N.m.	Risk	5	
						EBITDA, just.	-40	-60	-34	56	Finansiell ställning	2	
						EBIT, just.	-42	-62	-36	54	Historik & meriter	1	
						EPS, just.	-0,4	-0,6	-0,4	0,4	Aktiekurs		0,7 kr
						EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	Kursutveckling 12 mån		
						EK/aktie	0,5	0,2	0,1	0,6			
						Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0			
						EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	66,9%			
						ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	>100%			
						ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	>100%			
						EV/Sales	3,5x	-	-	0,6x	Intressekonflikter		
						EV/EBITDA	-	-	-	0,9x			
						EV/EBIT	-	-	-	0,9x			
						P/E, just.	-	-	-	1,6x			
						P/EK	1,1x	4,2x	5,5x	1,3x			
						FCF yield	-	-	-	64%	Likviditetsgarant	✓	
						Nettoskuld/EBITDA	0,7x	0,0x	-0,1x	-0,8x	Certified adviser	✓	
											Transaktioner 12m	✓	
Kommande händelser													
Q2 - rapport			30 augusti 2023										
Bolagsfakta (mkr)													
Antal aktier			98m										
Börsvärde			70										
Nettoskuld			-21										
EV			49										
Free float			95%										
Daglig handelsvolym, snitt			99k										
Bloomberg Ticker			CYXO SS EQUITY										
Analytiker													
Maria Karlsson Osipova													
maria.karlssonosipova@penser.se													

## Investment case

Cyxone är ett bolag med en vision att erbjuda patienter behandling för autoimmuna sjukdomar med gynnsam säkerhetsprofil och till en lägre kostnad än de befintliga behandlingsalternativen. Med det målet i sikte har bolaget flera komparativa fördelar, men står även inför en del utmaningar. Vi bedömer att Cyxone har en möjlighet att ta marknadsandelar med sin ledande läkemedelskandidat inom RA som redan har visat lovande kliniska resultat och vars biverkningsprofil anses vara gynnsam.

Trots att det finns många olika preparat för att behandla RA, anser vi att det under den senaste tiden har öppnats fler möjligheter att ta sig in på marknaden. Vi bedömer vidare att landskapet för RA-behandlingar kommer att förändras avsevärt under de kommande åren. Olika källor indikerar en långsam tillväxttakt samt signalerar om utmaningar för de största aktörerna på marknaden i och med patentförfall för ett antal biologiska läkemedel.

Dessutom har FDA under 2021 utfärdat så kallade *black-box-warnings* (BBW) för hela klassen av läkemedel som kallas för JAK-hämmare. I sin tur har EMA kommit med rekommendationer som ska ligga till grund för EU-kommissionens slutliga beslut. Det kan potentiellt lämna ett tomrum som kommer att behöva fyllas när det gäller tablettbehandlingar inom andra linjens terapi för RA, samt i kombination med en åldrande befolkning lämnar detta möjligheterna öppna för nya aktörer att ta sig in på den välpopulerade och lukrativa marknaden för kroniska autoimmuna sjukdomar.

Riskerna är fortsatt höga och framtida samarbetspartners kommer att behövas och kommer spela en central roll i bolagets utveckling. Bolagets fortsatta överlevnad beror i högsta grad på den kommande fas-IIb studien med deras ledande läkemedelskandidat rabeximod.

## Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>80</b>
Övriga rörelseintäkter	0	0	6	0	0	0
<b>Totala intäkter</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>80</b>
<b>Bruttoresultat</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>80</b>
Administrationskostnader	-6	-10	-11	-11	-12	-12
R&D-kostnader	-41	-33	-36	-49	-22	-12
<b>EBITDA</b>	<b>-47</b>	<b>-43</b>	<b>-40</b>	<b>-60</b>	<b>-34</b>	<b>56</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-47</b>	<b>-43</b>	<b>-40</b>	<b>-60</b>	<b>-34</b>	<b>56</b>
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-47</b>	<b>-43</b>	<b>-41</b>	<b>-60</b>	<b>-34</b>	<b>56</b>
Amortering	-2	-2	-2	-2	-2	-2
<b>EBIT</b>	<b>-49</b>	<b>-45</b>	<b>-42</b>	<b>-62</b>	<b>-36</b>	<b>54</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-49</b>	<b>-45</b>	<b>-42</b>	<b>-62</b>	<b>-36</b>	<b>54</b>
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-49</b>	<b>-45</b>	<b>-42</b>	<b>-62</b>	<b>-36</b>	<b>54</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-49</b>	<b>-45</b>	<b>-42</b>	<b>-62</b>	<b>-36</b>	<b>54</b>
Total skatt	0	0	0	0	0	-11
<b>Nettoresultat</b>	<b>-49</b>	<b>-45</b>	<b>-42</b>	<b>-62</b>	<b>-36</b>	<b>43</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-49</b>	<b>-45</b>	<b>-42</b>	<b>-62</b>	<b>-36</b>	<b>43</b>
Intäktstillväxt	-	N.m.	>100%	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	100,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	66,9%
EPS, justerad	-0,84	-0,71	-0,43	-0,63	-0,37	0,43
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Cyxone, EPB

## Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-49	-45	-42	-62	-36	54
Övriga kassaflödesposter	2	2	2	2	2	-9
Förändringar i rörelsekapital	2	0	-1	0	0	0
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-45</b>	<b>-43</b>	<b>-41</b>	<b>-60</b>	<b>-34</b>	<b>45</b>
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	-1	-8	0	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-8</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-45</b>	<b>-44</b>	<b>-50</b>	<b>-60</b>	<b>-34</b>	<b>45</b>
Nyemission / återköp	41	18	61	32	32	0
Förändring av skulder	0	0	-1	0	0	0
Övriga poster	-1	-1	-11	0	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>40</b>	<b>17</b>	<b>50</b>	<b>32</b>	<b>32</b>	<b>0</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>-5</b>	<b>-27</b>	<b>0</b>	<b>-28</b>	<b>-2</b>	<b>45</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-56</b>	<b>-29</b>	<b>-28</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>-43</b>

Källa: Cyxone, EPB

Balansräkning						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>						
Övriga immateriella tillgångar	15	14	22	20	17	15
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>22</b>	<b>20</b>	<b>18</b>	<b>15</b>
Övriga omsättningstillgångar	1	3	1	1	1	1
Likvida medel och kortfristiga placeringar	56	29	29	1	0	44
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>57</b>	<b>32</b>	<b>30</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>46</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>72</b>	<b>46</b>	<b>53</b>	<b>22</b>	<b>18</b>	<b>61</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>						
Eget kapital	67	39	47	17	13	55
<b>Summa eget kapital</b>	<b>67</b>	<b>39</b>	<b>47</b>	<b>17</b>	<b>13</b>	<b>55</b>
Långfristiga leasingskulder	0	0	1	1	1	1
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
Leverantörsskulder	3	3	2	2	2	2
Kortfristiga leasingskulder	0	0	1	1	1	1
Övriga kortfristiga skulder	2	4	2	2	2	2
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>72</b>	<b>46</b>	<b>53</b>	<b>22</b>	<b>18</b>	<b>61</b>

Källa: Cyxone, EPB

Tillväxt och marginaler						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	N.m.	>100%	N.m.	N.m.	N.m.
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	100,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	69,7%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	69,7%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	66,9%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	66,9%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	53,2%

Källa: Cyxone, EPB

Avkastning						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	>100%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	>100%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	>100%

Källa: Cyxone, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	11%	16%	10%	8%	14%	20%
Rörelsekapital / totala intäkter	-	-22756%	-48%	-	-	-4%
Kapitalomsättningshastighet	0,0x	0,0x	0,1x	0,0x	0,0x	1,4x

Källa: Cyxone, EPB

## Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-56	-29	-28	0	2	-43
Soliditet	93%	85%	89%	75%	70%	91%
Nettoskultsättningsgrad	-0,8x	-0,7x	-0,6x	0,0x	0,1x	-0,8x
Nettoskuld / EBITDA	1,2x	0,7x	0,7x	0,0x	-0,1x	-0,8x

Källa: Cyxone, EPB

## Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,84	-0,71	-0,43	-0,63	-0,37	0,43
EPS, justerad	-0,84	-0,71	-0,43	-0,63	-0,37	0,43
FCF per aktie	-0,78	-0,69	-0,51	-0,61	-0,34	0,46
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	1,16	0,62	0,48	0,17	0,13	0,56
Antal aktier vid årets slut, m	58,1	63,7	98,4	98,4	98,4	98,4
Antal aktier efter utspädning, snitt	58,1	63,7	98,4	98,4	98,4	98,4

Källa: Cyxone, EPB

## Värdering

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,6x
P/EK	3,6x	2,9x	1,1x	4,2x	5,5x	1,3x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,6x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	64%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	Neg.	4 588,2x	3,5x	Neg.	Neg.	0,6x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,9x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,9x
EV	182	83	22	49	49	49
Aktiekurs	4,1	1,8	0,5	0,7	0,7	0,7

Källa: Cyxone, EPB

## Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen. Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

### Estimat och risk

Penser Future-analyser innehåller ingen riktkurs eller ett motiverat värde, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för risk innebär att vi bedömer risken som hög.

### Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en Publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Future" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här för mer information om tjänsten](#) och [här för mer information om hur bedömningsprocessen går till](#).

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Future.

---

Erik Penser Bank (publ.)  
Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM  
tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 [www.penser.se](http://www.penser.se)